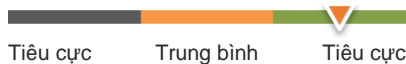


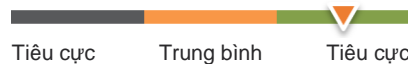
CTCP DỆT MAY – ĐẦU TƯ – THƯƠNG MẠI THÀNH CÔNG (TCM)

| | | | | |
|----------------------------------|----------------------------------|-------------------------------|---------------------------|-------------------------|
| Giá hiện tại VND18.900 | Giá mục tiêu VND22.500 | Tỷ suất cổ tức 5,3% | Khuyến nghị MUA | Ngành Dệt may |
|----------------------------------|----------------------------------|-------------------------------|---------------------------|-------------------------|

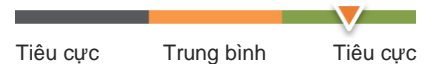
Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá



Ngày 07/08/2018

Vũ Minh Tú

tu.vuminh@vndirect.com.vn

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm giá mục tiêu 25,5% do thị trường điều chỉnh khiến P/E trung bình ngành giảm và thay đổi EPS xuống 3.394 đồng/cp.

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Thông tin cổ phiếu

| | |
|---------------------------|---------|
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 28.758 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 16.300 |
| KLGBQ 3 tháng (cp) | 209.418 |
| GTGBQ 3 tháng (triệu VND) | 4.148 |
| Thị giá vốn (tỷ VND) | 931 |
| SL CP lưu hành (tr) | 54,1 |
| Free float (%) | 49 |
| TTM P/E (x) | 5,2 |
| P/B hiện tại (x) | 0,8 |

Cơ cấu sở hữu

| | |
|---|-------|
| E-land Asia Holdings Pte., Ltd Singapore | 43,3% |
| VCBF | 2,6% |
| Lê Quốc Hưng | 1,9% |
| Khác | 52,2% |

Nguồn: VNDIRECT

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận cốt lõi 2018 của TCM sẽ tăng 18,3% so với cùng kỳ nhờ thay đổi cơ cấu sản phẩm để tập trung sản xuất hàng may mặc, do sản phẩm này có biên lợi nhuận cao nhất trong các sản phẩm của TCM. Do đó chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp sẽ tăng thêm 130 điểm cơ bản, đạt 17,0% trong 2018.

TCM ghi nhận kết quả kinh doanh ổn định trong 6 tháng đầu năm 2018 với doanh thu thuần đạt 1.648 tỷ đồng (+6,5% yoy). Lợi nhuận cốt lõi tăng 18,9% yoy đạt 107 tỷ đồng. Tuy nhiên, lợi nhuận khác đến từ bán nhà máy sợi giảm 20,9% yoy, trong khi đó thuế suất ưu đãi 15% vừa hết hiệu lực trong năm 2017. Những yếu tố trên đã làm cho LNST giảm nhẹ 1,2% còn 116,8 tỷ đồng.

Chúng tôi cho rằng việc tái cơ cấu danh mục sản phẩm của TCM là hiệu quả với biên lợi nhuận gộp tăng thêm 130 điểm cơ bản trong nửa đầu năm 2018. Cơ cấu sản phẩm đang chuyển hướng sang hàng may mặc (biên LNG 21,2%) và giảm sản xuất sợi (biên LNG 0,9%). Doanh thu từ hàng may mặc tăng 58,5% yoy trong 6T2018 nhờ số lượng đơn hàng xuất khẩu sang Nhật Bản tăng lên, trong khi doanh thu từ sợi lại giảm 38,7% so với cùng kỳ do TCM tăng cường sử dụng sợi để tiêu thụ nội bộ thay vì bán ra ngoài trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt từ các nhà sản xuất sợi Trung Quốc và Ấn Độ.

Doanh thu từ hàng may mặc dự kiến sẽ được đẩy mạnh do nhu cầu tăng lên từ cổ đông lớn E-Land Asia của TCM (43,3% cổ phần), nhà bán lẻ thời trang của Singapore tiêu thụ sản phẩm may mặc của TCM để cung cấp cho hệ thống bán lẻ ở Hàn Quốc và Trung Quốc. Tập đoàn này đang chuyển dần các đơn hàng của họ từ Trung Quốc sang Việt Nam do chi phí sản xuất thấp hơn.

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2018 tăng 3,0% yoy đạt 3.304 tỷ đồng với sản lượng tăng lên và giá bán trung bình không đổi. Trong năm 2018, doanh thu từ sợi, vải và hàng may mặc dự kiến lần lượt thay đổi -15,0% yoy, +5,0% yoy và +7,5% yoy; do đó biên lợi nhuận gộp tăng thêm 130 điểm cơ bản lên 17,0%. LNST dự phóng tăng 6,4% yoy đạt 206 tỷ đồng với EPS điều chỉnh đạt 3.394 đồng/cp (+6,4% yoy).

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA nhưng giảm giá mục tiêu 25,5% còn 22.500 đồng do P/E mục tiêu dựa trên P/E trung bình ngành giảm còn 6,6x và EPS điều chỉnh ở mức 3.394 đồng/cp (-6,4% so với dự phóng trước). TCM đang được định giá hấp dẫn với mức P/E trượt 5,2x, thấp hơn 21,2% so với trung bình ngành.

| Tổng quan tài chính (VND) | 12-16A | 12-17A | 12-18E | 12-19E |
|---------------------------|---------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần (tỷ) | 3.071 | 3.209 | 3.307 | 3.575 |
| Tăng trưởng DT thuần | 10,0% | 4,5% | 3,0% | 8,1% |
| Biên lợi nhuận gộp | 13,6% | 15,7% | 17,0% | 17,3% |
| Biên EBITDA | 8,4% | 12,1% | 12,5% | 12,1% |
| LN ròng (tỷ) | 116 | 193 | 206 | 226 |
| Tăng trưởng LN ròng | (24,8%) | 67,1% | 6,4% | 9,8% |
| Tăng trưởng LN cốt lõi | (25,6%) | 42,1% | 18,3% | 17,8% |
| EPS cơ bản | 2.246 | 3.753 | 3.993 | 4.385 |
| EPS điều chỉnh | 1.572 | 3.195 | 3.394 | 3.947 |
| BVPS | 18.461 | 20.635 | 22.984 | 25.925 |
| ROAE | 12,9% | 19,6% | 18,3% | 17,9% |

Nguồn: VNDIRECT

Kết quả kinh doanh 6T2018 và triển vọng cả năm
Hình 1: Kết quả kinh doanh 6T2018 và triển vọng cả năm

| Ước tính cả năm (tỷ đồng) | 2Q18 | 2Q17 | yoy% | qoq% | 1H18 | 1H17 | yoy% | Dự phóng trước FY18F | Dự phóng hiện tại FY18F | Chú thích |
|---|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|-------------------------------|----------------------------------|---|
| | | | chg | chg | | | chg | | | |
| Doanh thu | 800 | 772 | 3,7% | -5,7% | 1.648 | 1.547 | 6,5% | 3.355 | 3.307 | Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu do chúng tôi ước tính doanh thu từ sợi sẽ tiếp tục giảm |
| Chi phí hàng bán | 656 | 649 | 1,0% | -6,6% | 1.357 | 1.294 | 4,9% | 2.791 | 2.746 | |
| Lợi Nhuận gộp | 145 | 123 | 17,8% | -1,6% | 291 | 253 | 15,0% | 564 | 561 | |
| <i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i> | <i>18,1%</i> | <i>15,9%</i> | | | <i>17,7%</i> | <i>16,4%</i> | | <i>16,8%</i> | <i>17,0%</i> | Chúng tôi kỳ vọng biên LNG sẽ tăng do chuyển dịch cơ cấu sản phẩm hướng tới hàng may mặc |
| SG&A | 72,3 | 61,8 | 17,0% | 10,0% | 138 | 122 | 13,5% | 271 | 277 | Tăng nhẹ dựa trên kết quả 6T2018 |
| Lợi nhuận trước thuế và lãi vay | 72 | 61 | 18,7% | -11,0% | 153 | 132 | 16,4% | 293 | 284 | |
| <i>Biên lợi nhuận trước thuế và lãi vay (%)</i> | <i>9,0%</i> | <i>7,9%</i> | | | <i>9,3%</i> | <i>8,5%</i> | | <i>8,7%</i> | <i>8,6%</i> | |
| Chi phí tài chính | 24 | 10 | 130,8% | 24,4% | 43 | 33 | 30,4% | 70 | 86 | Chúng tôi điều chỉnh tác động tỷ giá do USD tiếp tục tăng giá |
| Chi phí lãi vay | 13 | 12 | 7,6% | 14,3% | 24 | 23 | 6,2% | 50 | 53 | |
| Lỗ chênh lệch tỷ giá | 11 | -2 | N/A | 38,3% | 19 | 11 | 82,1% | 20 | 33 | |
| Lợi nhuận khác | 27,2 | 33,1 | -17,8% | N/A | 27 | 34 | -20,9% | 27 | 27 | Lợi nhuận từ bán nhà máy sợi |
| Lợi nhuận trước thuế | 89 | 85 | 4,3% | 43,7% | 150 | 142 | 5,7% | 276 | 257 | |
| <i>Biên lợi nhuận trước thuế (%)</i> | <i>11%</i> | <i>11%</i> | | | <i>9%</i> | <i>9%</i> | | <i>8,2%</i> | <i>7,8%</i> | |
| <i>Thuế suất (%)</i> | <i>24%</i> | <i>17%</i> | | | <i>22%</i> | <i>17%</i> | | <i>20,3%</i> | <i>19,8%</i> | |
| Lợi nhuận sau thuế | 68 | 71 | -4,1% | 37,9% | 117 | 118 | -1,4% | 220 | 206 | |
| <i>Biên lợi nhuận sau thuế (%)</i> | <i>8,5%</i> | <i>9,2%</i> | | | <i>7,1%</i> | <i>7,7%</i> | | <i>6,6%</i> | <i>6,2%</i> | |
| EPS đồng/ cp | | | | | 1.824 | 2.046 | -10,9% | | | |

Nguồn: VNDIRECT

Định giá

Chúng tôi giảm P/E mục tiêu từ 8,3x xuống 6,6x do đợt điều chỉnh chung vừa qua của thị trường chứng khoán Việt Nam phần lớn do Fed nâng lãi suất và căng thẳng thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc. Tuy nhiên, ngành xuất khẩu dệt may từ Việt Nam vẫn tăng trưởng mạnh nhờ các hiệp định FTA và CPTPP trong thời gian tới và có thể hưởng lợi từ việc Mỹ áp thuế cao hơn đối với hàng xuất khẩu của Trung Quốc. Tiềm năng của ngành xuất khẩu dệt may Việt Nam được thể hiện qua tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp xuất khẩu (Hình 3).

Chúng tôi cho rằng TCM xứng đáng được giao dịch ít nhất cùng mức với P/E trung bình ngành 6,6x do (1) tái cơ cấu sản phẩm hướng tới các sản phẩm có giá trị gia tăng cao sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp; và (2) đẩy mạnh thâm nhập vào các thị trường xuất khẩu chính với sự giúp đỡ của cổ đông chính E-Land Asia. Sử dụng P/E bằng mức trung bình ngành 6,6x và EPS điều chỉnh 3.394 đồng/cp, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu của TCM là 22.500 đồng/cp.

Hình 2: Định giá

| Phương pháp định giá | |
|--------------------------------|---------------|
| LNST dự phóng 2018(tỷ đồng) | 206 |
| Số lượng cp lưu hành 2018 | 54.129.605 |
| EPS dự phóng 2018 (đồng/ cp) | 3.394 |
| P/E mục tiêu (TB ngành) (x) | 6,6 |
| Giá mục tiêu (đồng/ cp) | 22.511 |

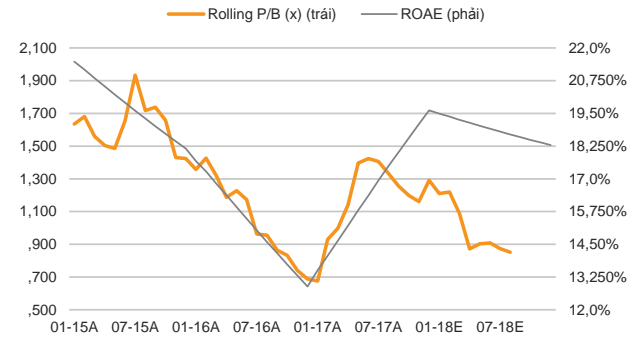
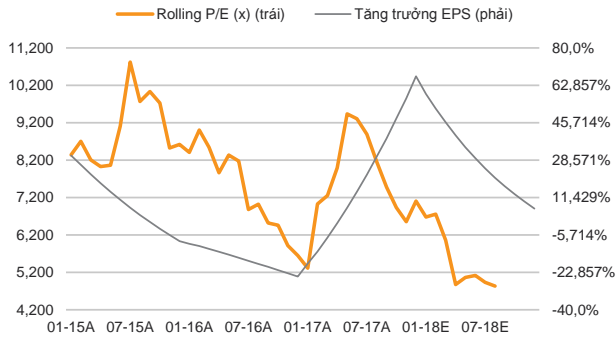
Nguồn: VNDIRECT

Hình 3: So sánh với các DN dệt may

| | Sàn giao dịch | Thị giá vốn (triệu US\$) | Tăng trưởng LNST (%) | Tăng trưởng EPS (%) | Lợi nhuận trên tổng tài sản (%) | Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu | Nợ/ vốn chủ sở hữu (x) | P/E trượt (x) | P/B (x) |
|-------------------|---------------|-----------------------------|-------------------------|------------------------|------------------------------------|----------------------------------|---------------------------|---------------|------------|
| VGG | UPCOM | 95,7 | 2,4% | 2,4% | 9,2% | 26,5% | 1,9 | 5,6 | 1,5 |
| EVE | HOSE | 28,4 | 141,0% | 141,0% | 4,9% | 6,7% | 0,5 | 10,8 | 0,7 |
| TNG | HNX | 24,5 | 34,2% | 60,9% | 5,7% | 21,9% | 3,2 | 4,0 | 0,7 |
| GMC | HOSE | 19,3 | 19,4% | 19,4% | 7,9% | 23,7% | 2,1 | 6,2 | 1,4 |
| Trung bình | | | | | 6,9% | 19,7% | 1,9 | 6,6 | 1,1 |
| Trung vị | | | | | 6,8% | 22,8% | 2,0 | 5,9 | 1,1 |
| TCM | HOSE | 44,9 | -10,6% | -1,2% | 6,2% | 17,5% | 1,71 | 5,4 | 0,9 |

Nguồn: VNDIRECT

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

| (tỷ VND) | 12-17A | 12-18E | 12-19E |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 3.209 | 3.307 | 3.575 |
| Giá vốn hàng bán | (2.706) | (2.746) | (2.957) |
| Chi phí quản lý DN | (148) | (155) | (168) |
| Chi phí bán hàng | (112) | (122) | (132) |
| LN hoạt động thuần | 243 | 283 | 318 |
| EBITDA thuần | 349 | 385 | 423 |
| Chi phí khấu hao | (106) | (102) | (105) |
| LN HĐ trước thuế & lãi vay | 243 | 283 | 318 |
| Thu nhập lãi | 26 | 38 | 51 |
| Chi phí tài chính | (71) | (86) | (82) |
| Thu nhập ròng khác | 42 | 27 | 0 |
| TN từ các Cty LK & LD | (5) | (5) | (5) |
| LN trước thuế | 235 | 257 | 283 |
| Thuế | (43) | (51) | (57) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 1 | 0 | 0 |
| LN ròng | 193 | 206 | 226 |
| Thu nhập trên vốn | 165 | 175 | 203 |
| Cổ tức phổ thông | (33) | (52) | (52) |
| LN giữ lại | 161 | 154 | 174 |

Bảng cân đối kế toán

| (tỷ VND) | 12-17A | 12-18E | 12-19E |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền và tương đương tiền | 130 | 173 | 228 |
| Đầu tư ngắn hạn | 151 | 201 | 251 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 475 | 413 | 443 |
| Hàng tồn kho | 806 | 860 | 928 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 44 | 101 | 170 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 1.607 | 1.748 | 2.020 |
| Tài sản cố định | 1.197 | 1.185 | 1.057 |
| Tổng đầu tư | 101 | 15 | 15 |
| Tài sản dài hạn khác | 131 | 131 | 131 |
| Tổng tài sản | 3.035 | 3.079 | 3.223 |
| Vay & nợ ngắn hạn | 969 | 920 | 913 |
| Phải trả người bán | 292 | 247 | 265 |
| Nợ ngắn hạn khác | 366 | 366 | 366 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 1.626 | 1.532 | 1.544 |
| Vay & nợ dài hạn | 294 | 308 | 289 |
| Các khoản phải trả khác | 44 | 44 | 44 |
| Vốn điều lệ và | 517 | 517 | 517 |
| LN giữ lại | 299 | 422 | 574 |
| Vốn chủ sở hữu | 1.064 | 1.187 | 1.339 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 8 | 8 | 8 |
| Tổng nợ và vốn chủ sở hữu | 3.035 | 3.079 | 3.223 |

Báo cáo LCTT

| (tỷ VND) | 12-17A | 12-18E | 12-19E |
|---------------------------------|--------------|-------------|-------------|
| LN trước thuế | 235 | 257 | 283 |
| Khấu hao | 106 | 102 | 105 |
| Thuế đã nộp | (43) | (51) | (57) |
| Các khoản điều chỉnh khác | (35) | (65) | (69) |
| Thay đổi VLĐ | 23 | (38) | (79) |
| LC tiền thuần HĐKD | 286 | 206 | 183 |
| Đầu tư TSCĐ | (93) | (113) | 0 |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ | 82 | 0 | 0 |
| Các khoản khác | (109) | 36 | (50) |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác | 0 | 0 | 0 |
| LC tiền từ HĐĐT | (121) | (77) | (50) |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH | 0 | 0 | 0 |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ | 0 | 0 | 0 |
| Tiền vay ròng nhận được | (48) | (34) | (27) |
| Dòng tiền từ HĐTC khác | (50) | 0 | 0 |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH | (33) | (52) | (52) |
| LC tiền thuần HĐTC | (131) | (86) | (79) |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì | 96 | 130 | 173 |
| LC tiền thuần trong năm | 34 | 43 | 55 |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 130 | 173 | 228 |

Các chỉ số cơ bản

| | 12-17A | 12-18E | 12-19E |
|---------------------------------|--------|--------|--------|
| Dupont | | | |
| Biên LN ròng | 6,0% | 6,2% | 6,3% |
| Vòng quay TS | 1,10 | 1,08 | 1,13 |
| ROAA | 6,6% | 6,7% | 7,2% |
| Đòn bẩy tài chính | 2,97 | 2,72 | 2,49 |
| ROAE | 19,6% | 18,3% | 17,9% |
| Hiệu quả | | | |
| Số ngày phải thu | 49,4 | 41,1 | 41,1 |
| Số ngày nắm giữ HTK | 109 | 114 | 115 |
| Số ngày phải trả tiền bán | 39,4 | 32,8 | 32,8 |
| Vòng quay TSCĐ | 2,66 | 2,78 | 3,19 |
| ROIC | 8,3% | 8,5% | 8,9% |
| Thanh khoản | | | |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn | 0,99 | 1,14 | 1,31 |
| Khả năng thanh toán nhanh | 0,49 | 0,58 | 0,71 |
| Khả năng thanh toán tiền mặt | 0,17 | 0,24 | 0,31 |
| Vòng quay tiền | 119 | 123 | 123 |
| Chỉ số tăng trưởng (yoy) | | | |
| Tăng trưởng DT thuần | 4,5% | 3,0% | 8,1% |
| Tăng trưởng LN từ HĐKD | 36,1% | 16,4% | 12,5% |
| Tăng trưởng LN ròng | 67,1% | 6,4% | 9,8% |
| Tăng trưởng EPS | 67,1% | 6,4% | 9,8% |
| Giá trị cổ phiếu | | | |
| EPS cơ bản (VND) | 3.753 | 3.993 | 4.385 |
| BVPS (VND) | 20.635 | 22.984 | 25.925 |

Nguồn: VNDIRECT

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị

| | |
|---------|---|
| MUA | Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên |
| NẮM GIỮ | Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường |
| BÁN | Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10% |

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Anirban Lahiri – Giám đốc Khối Phân tích

Email: anirban.lahiri@vndirect.com.vn

Vũ Minh Tú – Chuyên viên phân tích

Email: tu.vuminh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>